



**University of
Zurich^{UZH}**

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2010

Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris – Überblick über den Forschungsstand

Homberg, Fabian ; Osterloh, Margit

Abstract: Eine hohe Anzahl von Fusionen und Übernahmen scheitert. Gleichwohl sind Fusionen und Übernahmen an der Tagesordnung. Als eine Erklärung hierfür wird die Hybris-Hypothese diskutiert, d.h. die These, dass sich Entscheidungsträger der aufnehmenden Unternehmen systematisch überschätzen. Um diese These zu testen und um gegebenenfalls Maßnahmen gegen Hybris zu ergreifen, sind verlässliche Indikatoren für Hybris erforderlich. Die Arbeit stellt die in der Literatur entwickelten Indikatoren vor und diskutiert deren Vor- und Nachteile. Although corporate acquisitions are ubiquitous a large number of MA fails. One explanation for such failure is the hubris hypothesis for corporate takeovers. A decision maker affected with hubris (or overconfidence) will overestimate his abilities in raising potential synergies and is likely to make investment decisions destroying shareholder wealth. The growing literature on CEO hubris proposes various ways to measure hubris. We present these indicators and discuss possible advantages and drawbacks. (71 words) Schlüsselwörter Hybris - Mergers Acquisitions Keywords Hubris - Mergers Acquisitions JEL Classification G34 - M10

DOI: <https://doi.org/10.1007/s11301-010-0066-6>

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-44790>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Homberg, Fabian; Osterloh, Margit (2010). Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris – Überblick über den Forschungsstand. *Journal für Betriebswirtschaft*, 60(4):269-294.

DOI: <https://doi.org/10.1007/s11301-010-0066-6>

Fusionen und Übernahmen im Licht der Hybris – Überblick über den Forschungsstand

Fabian Homberg · Margit Osterloh

Eingegangen: 21. Januar 2009 / Angenommen: 26. Juni 2010 / Online publiziert: 4. August 2010
© Wirtschaftsuniversität Wien, Austria 2010

Zusammenfassung Eine hohe Anzahl von Fusionen und Übernahmen scheitert. Gleichwohl sind Fusionen und Übernahmen an der Tagesordnung. Als eine Erklärung hierfür wird die Hybris-Hypothese diskutiert, d.h. die These, dass sich Entscheidungsträger der aufnehmenden Unternehmen systematisch überschätzen. Um diese These zu testen und um gegebenenfalls Maßnahmen gegen Hybris zu ergreifen, sind verlässliche Indikatoren für Hybris erforderlich. Die Arbeit stellt die in der Literatur entwickelten Indikatoren vor und diskutiert deren Vor- und Nachteile.

Schlüsselwörter Hybris · Mergers & Acquisitions

JEL Klassifikationen G34 · M10

Abstract Although corporate acquisitions are ubiquitous a large number of M&A fails. One explanation for such failure is the hubris hypothesis for corporate takeovers. A decision maker affected with hubris (or overconfidence) will overestimate his abilities in raising potential synergies and is likely to make investment decisions destroying shareholder wealth. The growing literature on CEO hubris proposes various ways to measure hubris. We present these indicators and discuss possible advantages and drawbacks. (71 words)

Keywords Hubris · Mergers & Acquisitions

Prof. Dr. Dr. h.c. Margit Osterloh ist auch Mitglied beim CREMA – Center for Research in Economics, Management and the Arts, Schweiz.

F. Homberg (✉) · M. Osterloh
Universität Zürich, IOU – Institut für Organisation und Unternehmenstheorien,
Universitätsstrasse 84, 8006 Zürich, Schweiz
e-mail: fabian.homberg@iou.uzh.ch

M. Osterloh
e-mail: osterloh@iou.uzh.ch

1 Einleitung

Der Kauf von Unternehmen (M&A, Mergers & Acquisitions) ist ein seit langem untersuchtes Phänomen, weil viele Unternehmensakquisitionen scheitern. Gemäß Jansen (2004: 109) konnten 60 % der Manager, die ihr Akquisitionsmanagement als gut bis sehr gut bewerteten, keine Kurs- oder Umsatzsteigerung verzeichnen. Die Misserfolgsquote liegt laut empirischen Studien relativ stabil bei 50 % (Jansen 2004: 110; Kitching 1974; Schoenberg 2006). Akquisitionen stellen sich demnach in der Hälfte aller Fälle als Fehlentscheidungen heraus.

In der Vergangenheit hat sich die M&A Aktivität häufig in sog. Übernahmewellen konzentriert (Jansen 2001: 66ff.; Müller-Stewens und Lechner 2003: 288; Müller 1998). Solche Wellen wurden z.B. von 1895–1904, in den 20er Jahren, zu Beginn der 70er und am Ende der 80er Jahre identifiziert (Müller 1998: 64 ff.). Abb. 1 zeigt die Entwicklung der letzten Jahre und verdeutlicht die Wellen der Jahre 99/00 und 05/06.

Die Übernahmewellen können als Rennen um die besten Zielfirmen interpretiert werden, was zur Folge hat, dass sich die Kaufinteressenten gegenseitig überbieten und dadurch die Erfolgswahrscheinlichkeit mindern: Je höher der gezahlte Preis, desto größer müssen die zu erzielenden Synergien ausfallen, damit sich eine Akquisition auszahlt. Synergien entstehen, „wenn der Marktwert aus der gemeinsamen Nutzung zweier Aktivitäten bzw. Ressourcen größer ist als die Summe der einzelnen Marktwerte bei einer separaten Nutzung“ (Kräkel 2002: 1910). Quellen von Synergien sind Skaleneffekte (Economies of Scale), Verbundeffekte (Economies of Scope), Lerneffekte sowie finanzielle Synergien und Steuervorteile (vgl. z.B. Ansoff 1965; Goold und Campbell 1998; Iversen 2000; Kräkel 2002; Milgrom und Roberts 1992).¹ Manche Akquisitionen werden durchgeführt, weil das aktuelle Management als ineffizient bewertet wird und deshalb ersetzt werden soll (Jensen 1986; Markelevich 2003; Seth 1990; Trautwein 1990).

In der Literatur lassen sich unterschiedliche Erklärungen für das Scheitern von Akquisitionen finden, z.B. fehlende oder verzerrte Informationen über tatsächliche Synergieeffekte, Eigennutz der Manager² oder eine unbewusste Überschätzung der eigenen Fähigkeiten durch das Management der aufnehmenden Unternehmung. Eine solche Selbstüberschätzung wird als Hybris bezeichnet. Der Begriff „Hybris“ bezeichnete in der Antike frevelhaften Übermut, Selbstüberhebung und Vermessenheit gegenüber den griechischen Göttern (Duden Fremdwörterbuch 1990: 321).³

¹ Ein großes Problem ist, dass Synergiepotenziale zukünftige Gelegenheiten für eine Wertschöpfung darstellen, die aufgrund vergangenheitsbezogener Daten bewertet werden müssen. Deshalb besteht viel Spielraum für die Überbewertung von möglichen Synergien, was letztendlich zur Explosion der Akquisitionsprämien führen kann.

² Conyon und Clegg (1994) weisen nach, dass die Gehaltssteigerung der Entscheidungsträger mit der Häufigkeit von Übernahmen positiv korreliert ist.

³ Weitere Definitionen sind: (a) Hubris: arrogant pride (Oxford Advanced Learners Dictionary, S. 607, 4 ed, 1989). (b) Hybris: Übermut, Stolz; Frevel, Trotz; ... bei den antiken Dichtern und Geschichtsschreibern.

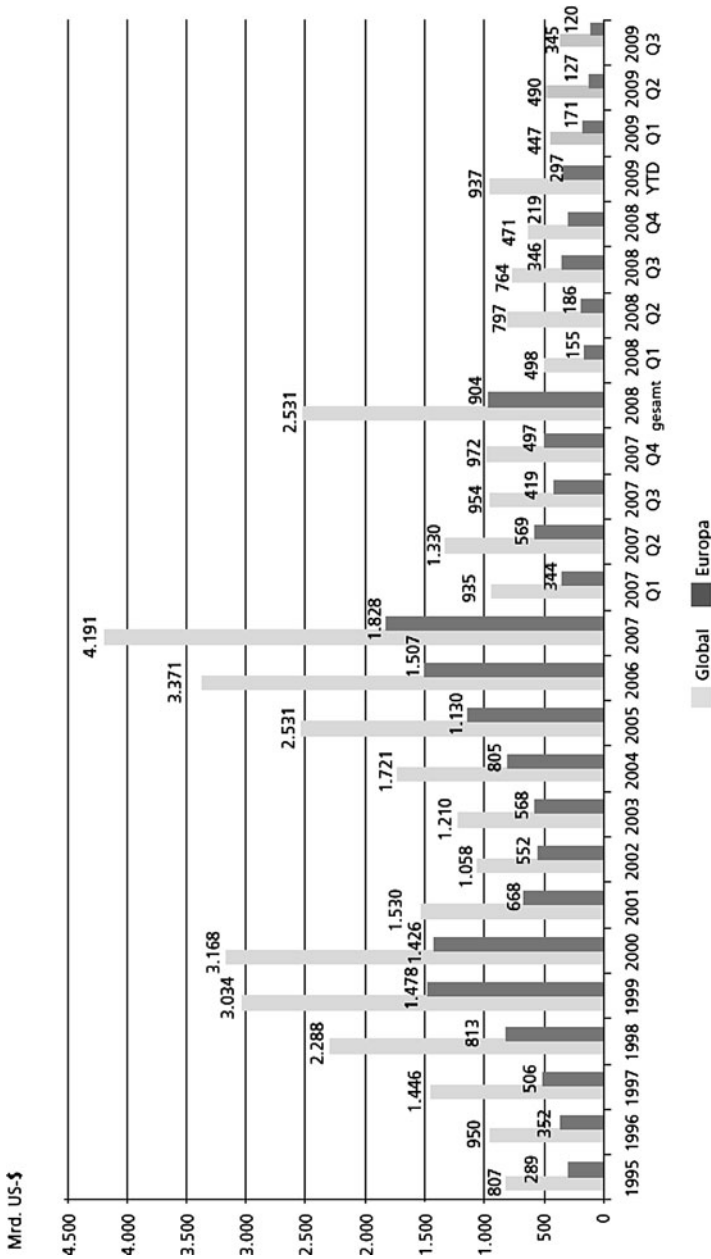


Abb. 1 M&A-Entwicklung 1995-Q3 2009 (Quelle: Thomson Financial zit. in Tschöke und Klemen 2010)

Die Hybris-Forschung wurde durch einen Artikel von Roll (1986) ausgelöst. Darin wird erstmalig die These entwickelt, dass Akquisitionen häufig durchgeführt werden, weil die Entscheidungsträger sich selbst überschätzen. Seitdem hat sich eine Vielzahl von Autoren mit dieser These beschäftigt (Chatterjee und Hambrick 2007; Hayward und Hambrick 1997; Hietala et al. 2000; Kroll et al. 2000; Malmendier und Tate 2005a, 2008; Seth et al. 2000, 2002).

Die Hybris-Forschung hat sich aus der Kritik am ökonomischen Standardmodell entwickelt. Diese Forschungsrichtung wird unter dem Begriff „Psychologische Ökonomik“ bzw. „Behavioral Finance“ zusammengefasst. Misserfolge in Akquisitionen werden mit psychologischen Erkenntnissen über das Entscheidungsverhalten von Individuen erklärt. Hauptproblem ist dabei die Entwicklung verlässlicher Indikatoren für Hybris. Gegenstand dieser Arbeit ist deshalb die Darstellung der bisher entwickelten Hybris-Indikatoren sowie ihrer jeweiligen Vor- und Nachteile. Generell besteht bei der Untersuchung von M&A die Schwierigkeit der eindeutigen Messung des Erfolgs, da verschiedene Erfolgsmaßstäbe angelegt werden können (z.B. ROE, ROA, Aktienkurssteigerung, aber auch Zugang zu neuen Märkten, Neuproduktentwicklungen etc.). Auf die Besonderheiten der unterschiedlichen Methoden, die zur Ermittlung des Akquisitionserfolges dienen, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht detailliert eingegangen werden.

In Abschn. 2 werden die theoretischen Grundlagen der Hybris-Forschung skizziert. Abschn. 3 stellt die Hybris-Erklärung für Akquisitionen sowie verwandte Konzeptionen vor und geht auf ihre psychologischen Grundlagen ein. Abschn. 4 beschäftigt sich mit den quantitativen und qualitativen Indikatoren, die zur Identifikation von Hybris entwickelt worden sind.⁴ Abschn. 5 nimmt eine Würdigung dieser Indikatoren vor. Abschn. 6 zeigt Anknüpfungspunkte zu anderen Forschungsgebieten auf und zieht ein abschließendes Fazit aus den vorhergehenden Betrachtungen.

2 Theoretische Grundlagen der Hybris-Forschung

Die Forschung zur Hybris hat sich im Zuge der Kritik am ökonomischen Standardmodell des „homo oeconomicus“ durch die psychologische oder verhaltenswissenschaftliche Ökonomik entwickelt.⁵ Diese analysiert Entscheidungsverhalten, welches in *systematischer* Weise von dem Nutzen maximierenden Verhalten des ,ho-

bern die Selbstüberhebung des Menschen, bes. gegenüber der Macht der Götter, die deren Neid und Zorn herausfordert (Der Grosse Brockhaus 1984, Bd. 10, 110). (c) Hubris: exaggerated pride self-confidence, often resulting in retribution (Hayward und Hambrick 1997: 106, zit. nach Webster's Dictionary).

⁴Im Vordergrund steht die Art des Indikators, nicht die einzelne Studie. Obwohl die meisten untersuchten Studien nur eine der beiden Varianten benutzen, kann es vorkommen, dass einzelne Studien sowohl quantitative als auch qualitative Indikatoren einsetzen. In diesen wenigen Fällen, werden die Studien innerhalb der Darstellung des entsprechenden Indikators vorgestellt. Es kann also zu mehrfachen Nennungen einzelner Untersuchungen kommen.

⁵Wir sind der Ansicht, dass die Bezeichnung „psychologische Ökonomik“ treffender ist als „verhaltenswissenschaftliche Ökonomik“. Zwei Gründe sprechen dafür: Erstens haben Ökonomen menschliches Verhalten schon lange untersucht bevor der Begriff „verhaltenswissenschaftliche Ökonomik“ aufgetaucht ist. Zweitens hat schon Simon (1985) hervorgehoben, dass das Wort „behavioral“ irreführend ist, da es mit dem „behavioristischen“ Ansatz der Psychologie verwechselt werden könnte.

mo oeconomicus‘ abweicht (Frey und Benz 2002; Osterloh 2006). Die psychologische Ökonomik geht von einem realitätsnäheren Menschenbild aus als das ökonomische Standardmodell, weil sie aus der Psychologie gewonnene Erkenntnisse über das menschliche Verhalten berücksichtigt (Tversky und Kahnemann 1974; Shleifer 2000; Kahnemann 2003; Ariely 2008).

Behavioral Finance ist ein Teilbereich der psychologischen Ökonomik, welcher das Verhalten von Akteuren am Finanzmarkt analysiert (Shiller 2003; Stracca 2004). Es wird darin z.B. irrationales Entscheidungsverhalten von Anlegern untersucht. Auch die Hybris-Forschung fügt sich in diese Perspektive ein. Entscheidungen, die unter dem Einfluss von Hybris getroffen werden, sind Abweichungen von dem rationalen Entscheidungsverhalten des ‚homo oeconomicus‘.

Baker et al. (2007) identifizieren zwei voneinander zu trennende Strömungen innerhalb der Behavioral Finance: den „irrational investors approach“ und den „irrational managers approach“. Beide Ansätze gehen von unterschiedlichen Annahmen bezüglich des rationalen Verhaltens verschiedener Akteursgruppen aus:

Der „irrational investors approach“ nimmt an, dass Aktienhändler mitunter irrationale Entscheidungen treffen, während Manager von Unternehmen rationale Entscheider sind. „Rationalität“ wird hier als die Fähigkeit verstanden, Über- und Unterbewertungen von Anlageprodukten zu erkennen. Der Finanzmarkt wird dabei als nicht informationseffizient angesehen.⁶ Dies führt dazu, dass die Preise am Finanzmarkt nicht den korrekten Wert einer Anlage abbilden. Ziel dieses Ansatzes ist es, Über- oder Unterbewertungen bestimmter Anlageprodukte zu identifizieren.

Der „irrational managers approach“ geht von irrationalen Entscheidungen der Unternehmensmanager aus, z.B. unter dem Einfluss von Hybris (Baker et al. 2007: 35). Im Gegensatz zum „irrational investors approach“ werden hier informationseffiziente Finanzmärkte angenommen, in denen rationale Aktienhändler agieren: Die Händler sind in der Lage, die Fehlentscheidungen der Manager zu erkennen und ihren Vorteil daraus zu ziehen. Ziel dieser Forschungsrichtung ist es, die Einflussfaktoren zu identifizieren, die zu Fehlentscheidungen von Managern führen, und deren Auswirkungen zu analysieren.

Die Forschung zur Hybris in Akquisitionen geht vom „irrational managers approach“ aus. Demnach können zwar einzelne Manager irrational entscheiden. Diese Fehlentscheidungen führen auf effizienten Informationsmärkten, welche die Informationen aggregieren, zu Kursreduktionen. Aus dieser Sicht ist das Konzept der (irrationalen) Hybris mit dem Konzept der (rationalen) Finanzmärkte vereinbar (Malmendier und Tate 2008: 22). Die Hybris-Forschung bildet damit einen Baustein zur Erklärung realen Entscheidungsverhaltens in Unternehmen.

⁶Gemäß Spremann (2002: 404) heißt ein Markt informationseffizient, „wenn es einem Investor nicht möglich ist, durch Einholen und Verarbeiten von Detailinformationen über die zur Auswahl stehenden Objekte (...) zu einem überlegenen Anlageergebnis zu gelangen.“ In der Literatur wird meist die sog. halb-strenge Markteffizienz unterstellt. Dabei wird, angenommen, dass der Markt sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen reflektiert, nicht aber z.B. Insider-Informationen (vgl. z.B. Fama 1998).

3 Das Konzept der Hybris (Selbstüberschätzung)

Die Selbstüberschätzungsthese wurde von Roll (1986) in die wissenschaftliche Literatur zu Akquisitionen eingeführt. Gemäß dieser These führt Selbstüberschätzung (synonym: dt.: „Hybris“ oder engl.: „overconfidence“, „hubris“) der Entscheidungsträger – ausgelöst durch Stolz, übertriebene Eitelkeit oder extrem ausgeprägtes Selbstvertrauen – zu Überbewertungen von Zielunternehmen und folglich zu einem zu hohen Kaufpreis.⁷ Die entscheidenden Manager schätzen ihre Fähigkeit falsch ein, Mehrwert in Akquisitionsprojekten erzeugen zu können. Der Gedanke des übermäßig ausgeprägten Selbstvertrauens wurde in verschiedenen Studien zu Akquisitionen aufgegriffen. So definieren Chatterjee und Hambrick (2007: 356): “Hubris is exaggerated self-confidence, with the connotation that retribution will follow.”

Im Fall der Hybris ist der Käufer überzeugt, mit dem Kauf Synergien zu erzielen, die andere Personen nicht realisieren könnten. Deshalb wird ein überhöhtes Angebot für das Zielunternehmen gemacht. Sind intern ausreichende Mittel zur Finanzierung der Transaktion vorhanden so verstärkt sich der negative Effekt von Hybris auf den Akquisitionserfolg (Malmendier und Tate 2008).⁸ „(...) overconfident managers feel that they have the ability to identify hidden synergies and pick promising targets that others cannot.“ (Doukas und Petmezas 2007: 537). Eine solche Haltung wird durch den „Self-Attribution Bias“ erklärt (Doukas und Petmezas 2007; Block und Funder 1986; Langer und Roth 1975). Er besagt, dass bei Erfolgen ein zu hoher Anteil und bei Misserfolgen ein zu geringer Anteil den eigenen Handlungen zugeschrieben wird (Kahnemann 2003; Kahnemann und Tversky 1986): „(...) self-attribution of past success leads to hubris in future decision making“ (Billet und Qian 2005: 22).

Hinzu tritt der „better than average“ – Effekt“ (Billet und Qian 2008; Doukas und Petmezas 2007; Hirshleifer, 2001; Kahnemann 2003; Langer und Roth 1975; Larrick et al., 2007; Moore und Healy, 2008): Individuen neigen dazu, ihre eigenen Fähigkeiten höher einzuschätzen als die anderer Individuen. Z.B. schätzt einer Umfrage zufolge eine Mehrheit von Autofahrern ihre Fahrqualitäten höher als die des Durchschnitts ein (Svenson, 1981). Beide Effekte – der „self-attribution bias“ und der „better than average“ – Effekt – können eine Hybris auslösen oder verstärken. Einige Autoren sehen keinen wesentlichen Unterschied zwischen diesen beiden Effekten und betrachten sie als wichtigen Auslöser von Hybris (Doukas und Petmezas 2007: 537).

Mit dem Begriff der Hybris verwandt ist der des Narzissmus, jedoch ist der Zusammenhang unklar. Einigkeit besteht darüber, dass beide Konstrukte eng zusammenhängen: „Moreover, we (...) find that narcissists report more positive and more

⁷In diesem Beitrag wird ausschließlich von Hybris gesprochen, da in erster Linie das Konstrukt der „Selbstüberschätzung“ interessiert und die Auswirkungen einer „Über“-Schätzung der eigenen Fähigkeiten im Vordergrund stehen. Dies geschieht im Bewusstsein, dass auch eine Selbstunterschätzung Auswirkungen auf unternehmerische Entscheidungen haben kann. Die möglichen Auswirkungen einer Selbstunterschätzung in Bezug auf Fusionen und Übernahmen werden aber in der Literatur nicht diskutiert.

⁸An dieser Stelle bestehen Parallelen zur Free Cash Flow (FCF) Hypothese von Michael Jensen (1986). Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die FCF Hypothese im Kern ein Argument der Agenturtheorie ist, bei der das bewusste Handeln des Entscheidungsträgers für seine persönliche Nutzensteigerung im Mittelpunkt steht. Bei der Hybris Hypothese steht dagegen das unbewusste Handeln im Vordergrund. Daher wird hier nicht detailliert auf die FCF Hypothese eingegangen.

confidently held self-views than do others“ (Morf und Rhodewalt 2001: 186). Einige Autoren stellen Narzissmus als einen von mehreren Faktoren dar, die Hybris auslösen können (Kroll et al. 2000). Andere Autoren sehen Hybris als kurzfristigen Zustand während Narzissmus als eine tief verwurzelte Persönlichkeitseigenschaft begriffen wird. „(...) narcissism is the more fundamental, ingrained property“ (Chatterjee und Hambrick 2007: 357). Die Hybris stellt danach nur eine Facette des Narzissmus-Konstrukts dar.

Die Unterscheidung zwischen Hybris und Narzissmus ist in den Disziplinen nicht einheitlich, insbesondere im Hinblick auf die Bedeutung, die Feedback zugeschrieben wird. In der psychologischen Forschung wird Narzisssten eine Übersensibilität für und eine aktive Suche nach Feedback attestiert (Morf und Rhodewalt 2001). In der ökonomischen Hybris-Forschung, der wir uns anschließen, wird hingegen fehlendes Feedback als ein Auslöser für Hybris angesehen (Malmendier und Tate 2008).

3.1 Empirischer Nachweis für Hybris

Managerinnen und Manager stellen sich üblicherweise nicht für psychologische Tests zur Verfügung. Deshalb wird nach beobachtbaren Indikatoren für Hybris gesucht, von denen gezeigt werden kann, dass es einen signifikanten statistischen Zusammenhang zwischen ihnen und einer Wertvernichtung durch Akquisitionen gibt. Die Ermittlung verlässlicher Hybris-Indikatoren stellt das Hauptproblem der Hybris-Forschung dar. Sie werden in Abschn. 4 vorgestellt und diskutiert. Der Nachweis von Wertvernichtung bzw. von Erfolgsfaktoren geschieht in den meisten Fällen mittels sog. abnormaler Renditen. Als abnormale Rendite wird eine außergewöhnliche Kurssteigerung bezeichnet, die auf die Akquisition zurückzuführen ist. Bei hoher Ausprägung des Hybris-Indikators und gleichzeitigem Auftreten von negativen abnormalen Renditen wird auf Hybris geschlossen. Einige Beispiele mögen dies erläutern:

Als eine der Ersten haben sich Hayward und Hambrick (1997) mit der Messung von Selbstüberschätzung im Kontext von Akquisitionen beschäftigt. Sie gehen davon aus, dass die Akquisitionsentscheidung maßgeblich durch den CEO geprägt ist. In ihrer Stichprobe von 106 Akquisitionen finden Hayward und Hambrick (1997) starke Evidenz für ihre Hypothesen: Je größer die Hybris,⁹ desto größer die Akquisitionsprämie, die für Zielfirmen gezahlt wird und desto höher sind die Verluste des Käufers. Dieser Effekt ist geringer, wenn das Aufsichtsgremium unternehmensfremde Personen enthält.

Eine neuere Untersuchung ist die von Malmendier und Tate (2008). Sie beziehen 738 CEOs von 394 Firmen und 896 Akquisitionen in die Untersuchung ein. Firmen von CEOs, die von Hybris¹⁰ befallen sind, weisen wesentlich schlechtere Akquisitionsergebnisse (gemessen an abnormalen Renditen) auf als Firmen, deren CEOs als „normal“ eingestuft werden. Einige Studien zeigen, dass der kulturelle Hintergrund,

⁹Hayward und Hambrick (1997) messen Hybris anhand des Erfolgs in der Vergangenheit, der Presseberichterstattung sowie des Gehalts des CEOs im Verhältnis zum Gehalt des am zweitbesten bezahlten Mitarbeiters der Firma. Siehe hierzu Abschn. 4.

¹⁰Malmendier und Tate (2008) messen Hybris anhand der Presseberichterstattung sowie des Ausübungszeitpunktes von Optionen.

insbesondere die Nationalität, einen Einfluss auf die Hybrisneigung haben kann (z.B. Yates et al. 1997; Yates et al. 1996). Im Vergleich von USA, China und Japan findet sich in Japan die niedrigste Hybrisneigung.

3.2 Simultanes Auftreten von Synergierrealisierung, Eigennutz und Hybris

Synergierrealisierung, Eigennutz und Hybris sind in M&A oft gleichzeitig vorhanden und sind empirisch schwer auseinander zu halten.

3.2.1 *Simultanes Auftreten von Synergiestreben und Hybris*

In der ursprünglichen Hypothese von Roll (1987) wird das gemeinsame Auftreten von Hybris und Synergien nicht betrachtet, im Gegensatz zu späteren Studien (Berkovitch und Narayanan 1993; Seth et al. 2000). Dies führt zu einer abgeschwächten Form der Hybris-Hypothese, welche die Autoren für realistischer halten: Einige Unternehmensaufkäufe führen tatsächlich zu Synergien. Dabei können aber Bewertungsfehler auftreten, d.h. unter dem Einfluss von Hybris können die Synergien überschätzt werden. In der Folge kommt es zu überhöhten Übernahmeprämien (Seth et al. 2000: 390).

3.2.2 *Simultanes Auftreten von Eigennutz und Hybris*

Auch die Unterscheidung von Eigennutz und Hybris ist empirisch schwierig. Zum einen ist das beobachtbare Ergebnis, d.h. eine Wert vernichtende Akquisition, in diesen Fällen identisch (Berkovitch und Narayanan 1993). Zum anderen ist es möglich, dass der oder die CEO zwar von Hybris befallen ist, es aber unklar ist, ob die Hybris mit der Verfolgung des Aktionärsinteresses oder mit Eigennutz einhergeht. Die betreffende Person kann überzeugt davon sein, die angestrebten Synergien zum Wohle des Unternehmens zu nutzen (Weston et al. 1990: 203). Sie kann aber auch das eigene Einkommen zu maximieren suchen, weil Akquisitionen in der Regel zu Gehaltssteigerungen für den CEO des aufnehmenden Unternehmens führen (vgl. z.B. Bliss und Rosen 2001; Seth et al. 2000). An diesem Beispiel wird die Schwierigkeit deutlich, in einer empirischen Analyse treffsicher zwischen Eigennutz und Hybris zu unterscheiden.

Im Folgenden werden Ansätze vorgestellt, die versuchen zwischen Hybris, Eigennutz und Synergierrealisierung zu unterscheiden. Es sind dies z.B. Verfahren zur Analyse von Wertzuwachskorrelationen (Berkovitch und Narayanan 1993; Seth et al. 2000) und die Analyse des Zeitraums, in dem Manager Optionen ihres eigenen Unternehmens halten (Malmendier und Tate 2008).

4 Indikatoren zur Erfassung der Hybris

Zur Identifikation von Hybris werden sowohl quantitative als auch qualitative Indikatoren eingesetzt. Einige Studien verwenden beide Typen von Indikatoren. Zwei Studien (Hayward und Hambrick 1997; Chatterjee und Hambrick 2007) bilden aus

qualitativen und quantitativen Indikatoren einen Index als zusätzliches quantitatives Maß, der aber keinen wesentlichen zusätzlichen Informationsgehalt im Hinblick auf die Messung der Hybris bietet. Wir betrachten ihn deshalb nicht als eigenständigen Indikator.

In den folgenden Abschnitten werden die in der Literatur eingesetzten Indikatoren beschrieben und die zugrunde liegenden Argumentationslinien dargestellt. Alle diese Indikatoren hängen signifikant mit einer Wertvernichtung bei Akquisitionen zusammen, d.h. weisen signifikant negative Korrelationen mit entsprechenden Erfolgsmaßen auf.¹¹

4.1 Quantitative Indikatoren

Zu den quantitativen Indikatoren zählen Wertzuwachskorrelationen, der Einsatz von Kennzahlen aus dem Rechnungswesen, die Managementvergütung, die Akquisitionshäufigkeit sowie private Investitionen der CEOs.

4.1.1 Wertzuwachskorrelationen

Anhand von Wertzuwachskorrelationen wird versucht zu ermitteln, ob Synergie, Eigennutz oder Hybris vorliegen. Grundlage zur Berechnung der Wertschwankungen und der zugehörigen Korrelationen sind abnormale Renditen. Wir stellen exemplarisch das Vorgehen von Berkovitch und Narayanan (1993) dar.

In einem *ersten Schritt* berechnen die Autoren in ihrem Datensatz drei Größen: den Wertzuwachs der Zielunternehmen in einem Zeitraum, der fünf Tage vor und nach der Ankündigung umfasst; den Wertzuwachs der kaufenden Unternehmen (auch fünf Tage vor und nach der Ankündigung) sowie den gesamten Wertzuwachs. Die letztgenannte Größe setzt sich aus den beiden anderen zusammen und steht somit für ein hypothetisch fusioniertes Unternehmen. Es gilt folgender Zusammenhang:

$$\begin{aligned} \text{Wertzuwachs (Ziel)} + \text{Wertzuwachs (Käufer)} &= \text{Gesamter Wertzuwachs} \\ & (= \text{hypothetische Größe}) \end{aligned}$$

Der Wertzuwachs der einzelnen Firmen wird berechnet, indem zuerst der Marktwert der Firma sechs Tage vor der erstmaligen Ankündigung einer Akquisition ermittelt wird. Mit Hilfe der abnormalen Renditen kann anschließend die Veränderung des Marktwertes berechnet werden.¹² Alle Wertzuwächse können sowohl positive als

¹¹Wir möchten an dieser Stelle deutlich darauf hinweisen, dass die Hybris nur einer von mehreren möglichen Gründen für das Scheitern von Akquisitionen ist. Ein besonders häufig diskutierter Scheiterungsgrund einer Akquisition sind z.B. Integrationsschwierigkeiten.

¹²Technisch erfolgt dabei ein Vergleich der tatsächlichen Renditen der Aktien der Transaktionspartner mit einer geschätzten unter normalen Bedingungen zu erwartenden Rendite. Diese „erwartete“ Rendite wird auf der Basis von Daten aus einem Zeitfenster berechnet, das 300 Handelstage vor der Akquisitionsankündigung beginnt.

auch negative Werte annehmen.¹³ Dieses Vorgehen setzt voraus, dass sowohl Käufer- als auch Zielunternehmen börsennotiert sind.

Im Mittelpunkt der Analyse steht der Zusammenhang des Wertzuwachses der Zielunternehmen mit den anderen beiden Größen. Berkovitch und Narayanan (1993) leiten basierend auf den Erklärungen für Akquisitionen (Synergiestreben, Eigennutz und Hybris) die folgenden Zusammenhänge ab:

Im Synergiefall streben die Manager von Käufer- und Zielfirma danach, den Unternehmenswert ihrer Firma zu maximieren. Daraus folgt, dass ein positiver Effekt bei beiden Transaktionspartnern vorhanden sein sollte. Im Eigennutzfall bereichern sich die Manager der kaufenden Unternehmung. Das senkt den gesamten Wertzuwachs und den Wertzuwachs der Eigner des kaufenden Unternehmens. Im Hybrisfall werden mögliche Wertzuwächse seitens des Managements des kaufenden Unternehmens falsch eingeschätzt, wodurch die Zahlungsbereitschaft steigt. Ein überhöhter Übernahmepreis bedeutet eine Umverteilung zugunsten der Eigentümer der Zielfirma. Daher besteht kein Zusammenhang zwischen dem Wertzuwachs der Zielunternehmung und dem gesamten Wertzuwachs der (angenommenen) fusionierten Unternehmung.

In einem *zweiten Schritt* wird der Datensatz in zwei Untergruppen von Akquisitionsfällen geteilt, um zwischen der Synergie- und der Eigennutz-Erklärung unterscheiden zu können. Dazu wird der Wertzuwachs der fusionierten Unternehmen eingesetzt. Die Synergie-Erklärung impliziert, dass die Summe der Wertzuwächse von kaufender Firma und Zielfirma positiv ist. Daher sind in der ersten Subgruppe nur Akquisitionen enthalten, die einen positiven Wertzuwachs aufweisen („Synergie“-Stichprobe). Die Eigennutzerklärung impliziert, dass eine Akquisition zu einem Wertverlust führt. Aus diesem Grund wird die zweite Untergruppe aus Akquisitionen gebildet, bei denen die Summe der Wertveränderung von kaufender Firma und Zielfirma negativ ist („Eigennutz“-Stichprobe).

In einem *dritten Schritt* werden die beiden Subgruppen auf Hybris untersucht. Da Hybris gleichzeitig mit Synergien und Eigennutz auftreten kann, versuchen Berkovitch und Narayanan (1993) den Effekt der Hybris zu isolieren. Dazu betrachten sie den Zusammenhang zwischen dem Wertzuwachs des Zielunternehmens und dem Wertzuwachs des kaufenden Unternehmens: Wenn Hybris vorhanden ist, dann besteht ein negativer Zusammenhang zwischen den Wertzuwächsen von Ziel- und Käuferunternehmen.

In der „Eigennutz“-Stichprobe mit negativen Wertzuwächsen (d.h. mit Verlusten) ist sowohl im Fall ohne Hybris als auch im Fall mit Hybris eine negative Korrelation zwischen den Wertzuwächsen des kaufenden und des aufgekauften Unternehmens zu erwarten, da Hybris die negative Wirkung des Eigennutzes auf den Akquisitionserfolg verstärkt. Um eindeutig auf Hybris schließen zu können, müssen die Autoren aber auch den Zusammenhang zwischen dem Wertzuwachs der Zielfirma und dem gesamten Wertzuwachs betrachten. Im Eigennutzfall sollte dieser Zusammenhang ebenfalls negativ sein, während er im Hybrisfall nicht vorhanden sein sollte (d.h. $\beta = 0$).

¹³Die Autoren sprechen generell von „gains“. Diese können die Ausprägungen „positive“, d.h. Gewinn, und „negative“, d.h. Verlust annehmen.

Die exemplarisch am Beispiel von Berkovitch und Narayanan (1993) geschilderte Berechnung von Wertzuwachskorrelationen gilt als etablierte Methode der Erforschung von Akquisitionsgründen. Sie wird von zahlreichen weiteren Autoren verwendet (Anderson und Marshall 2007; Gondhalekar und Bhagwat 2003; Gupta et al. 1997; Mueller und Sirower 2003; Seth et al. 2000).

4.1.2 Indikatoren unter Zuhilfenahme des Rechnungswesens

Als wichtigster Indikator für Hybris, der auf Kennzahlen aus dem Rechnungswesen basiert, wird ein großes Markt-Buchwertverhältnis¹⁴ der aufnehmenden Unternehmung vor der Übernahme angesehen, so z.B. bei Rau und Vermaelen (1998). Dieser Indikator wird erst mit Kenntnis des empirischen Zusammenhangs zwischen Markt-Buchwert-Verhältnis und Renditen verständlich.

Ein systematischer Zusammenhang zwischen Rendite und Markt-Buchwert-Verhältnis konnte in verschiedenen Studien nachgewiesen werden (Fama und French 1992, 1995; Lakonishok et al. 1994). Diese Untersuchungen teilen die analysierten Aktien in zwei Klassen ein, „glamour stocks“ und „value stocks“.

„Glamour stocks“ sind Aktien derjenigen Unternehmen, die in der Vergangenheit erfolgreich waren und von denen angenommen wird, dass sie auch in Zukunft weiterhin erfolgreich sind. Es wird von der Vergangenheit auf die Zukunft extrapoliert. Deshalb werden sie vom Markt überbewertet. Sie sind durch ein hohes Markt-Buchwert-Verhältnis (bzw. tiefes Buch-Marktwert-Verhältnis) gekennzeichnet.

Dagegen sind „value stocks“ Aktien derjenigen Unternehmen, die in der Vergangenheit nicht erfolgreich waren. Von diesen Aktien wird angenommen, dass sie auch weiterhin nicht erfolgreich sind. Sie werden am Markt unterbewertet und sind durch ein tiefes Markt-Buchwert-Verhältnis gekennzeichnet (Lakonishok et al. 1994: 1542).

Eine solche Bewertung lässt sich vor dem Hintergrund von Ergebnissen der Entscheidungsforschung erklären. Individuen gewichten Informationen höher, die in zeitlicher Nähe zu einer Entscheidungssituation liegen. „That is, individuals tend to base their expectations on past data for the individual case they are considering without properly weighting data on what psychologist call “the base rate” or the class average.“ (Lakonishok et al. 1994: 1551). Dieser Effekt wird als „representative heuristic“ oder „recency bias“ bezeichnet (Kahneman und Tversky 1996; Russo und Schoemaker 1990, 1992; Tversky und Kahneman 1974). In Bezug auf das Markt-Buchwert-Verhältnis führt dies dazu, dass Investoren annehmen, die Entwicklung der Aktien verläuft genauso weiter, wie dies die gegenwärtigen Markt-Buchwert-Verhältnisse abbilden. Investoren würden daher eher in „glamour stocks“ als in „value stocks“ investieren.

Tatsächlich weisen aber Aktien von „value firms“ mit tiefen Markt-Buchwert-Verhältnissen in der Zukunft höhere Renditen auf im Vergleich zu Aktien von „glamour firms“ mit hohen Markt-Buchwert-Verhältnissen. Es ist also sinnvoll, in Unternehmen zu investieren, die in der Vergangenheit schlecht bewertet wurden.

¹⁴Rau und Vermaelen (1998) verwenden den Kehrwert dieser Relation, d.h. das „Buch-Marktwert-Verhältnis“; in dieser Variante weist ein kleines „Buch-Marktwert-Verhältnis“ auf Hybris hin.

Diesen Sachverhalt nutzen Rau und Vermaelen (1998), um Hybris zu identifizieren. Sie argumentieren, dass sich bei den Managern von „glamour firms“ eher Hybris entwickelt als bei „value firms“. Dieser Effekt wird noch verstärkt, wenn der Aufsichtsrat aufgrund des kürzlichen Erfolges dem CEO zu viel Vertrauen schenkt und seine Kontrollfunktion nicht intensiv genug wahrnimmt. Sie zeigen in ihrer Studie, dass kaufende Firmen mit großen Markt-Buchwert-Verhältnissen bei Fusionen negative abnormale Renditen in Höhe von $-17,2\%$ erzielen.¹⁵

Auch Raj und Forsyth (2003) wählen einen ähnlichen Ansatz. Sie benutzen zusätzlich zum Markt-Buchwert-Verhältnis das Kurs-Gewinn-Verhältnis, um in der Vergangenheit erfolgreiche Firmen zu identifizieren.¹⁶ Diese Werte werden im Verhältnis zu denen anderer Unternehmen derselben Branche betrachtet. Als weiteres Kriterium, um Hybris zu identifizieren, wird die Übernahmeprämie betrachtet. Die Autoren spalten ihren Datensatz in eine Hybrisgruppe und eine Kontrollgruppe auf. Hybris wird identifiziert, wenn vor der Akquisition erfolgreiche Firmen – gemessen an einem hohen Markt-Buchwert-Verhältnis und hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis – gleichzeitig im Vergleich zur Kontrollgruppe eine überdurchschnittlich hohe Akquisitionsprämie zahlen. Im Ergebnis zeigt sich in der Hybrisgruppe eine signifikant hohe negative abnormale Rendite (-4%). Die Kontrollgruppe hingegen bewegt sich im Bereich von Null. Sie erzielt also weder Gewinn noch Verlust mit einer Akquisition.

4.1.3 Managementvergütung

Ein weiterer Indikator für Hybris sind Charakteristiken der Managementvergütung. Zum *ersten* gilt das Verhältnis des CEO-Gehalts zum Gehalt des zweitbestbezahlten Mitarbeiters der Unternehmung als „Selbstherrlichkeitsmaß“ (Hayward und Hambrick 1997). Da der CEO maßgeblich Einfluss auf die Höhe seines Gehalts nehmen kann (Bebchuk und Fried 2004: 63; Bebchuk und Grinstein 2005) wird das Verhältnis des höchsten und zweithöchsten Gehalts als Maß für die Selbstüberschätzung des CEOs betrachtet.

Zum *zweiten* wird der Ausübungszeitpunkt von Optionen im Gehaltspaket von Firmenchefs als Indikator für Hybris genommen (Malmendier und Tate 2005b; Malmendier und Tate 2008). Wenn das Management Optionen bis kurz vor Ablauf hält, gilt dies als ein Zeichen von Selbstüberschätzung. Anders als Anteilseigner können Manager ihr (Human-) Kapital nicht in verschiedene Unternehmen einbringen. Sie sollten ihre Aktienoptionen deshalb schnell ausüben, sobald diese einen positiven Wert haben, also „in-the-money“ sind. Damit würden sie ihr Risiko diversifizieren. Malmendier und Tate (2005b, 2008) beobachten aber, dass einige CEOs ihre Optionen ungewöhnlich lange Zeit halten und sogar noch weitere dazukaufen: „Indeed, it appears that CEOs who hold all the way to expiration would have been better off on average by exercising (...) earlier and simply investing in the proceeds of the S&P 500“ (Malmendier und Tate 2005b: 653). Solche CEOs müssen also annehmen,

¹⁵Im Durchschnitt wird von allen Unternehmen in ihrer Stichprobe eine Übernahmeprämie von 66% bezahlt.

¹⁶Eine weitere Variante besteht darin, den kürzlichen Erfolg anhand anderer Kennzahlen, z.B. ROA, ROE etc. zu ermitteln (vgl. Lin et al. 2008).

dass ihre eigene Firma erfolgreicher ist als die Konkurrenz. Die These der Autoren ist, dass dies ein Indikator für Hybris ist und angekündigte Akquisitionen solcher Unternehmen vom Aktienmarkt negativ beurteilt werden. Die Autoren finden starke empirische Evidenz für ihre These. Sie zeigen, dass die abnormalen Renditen bei „Hybris-Akquisitionen“ signifikant geringer sind als bei „normalen Akquisitionen“. Allerdings ist dieser Indikator für Hybris durchaus kritisierbar: Es kann sein, dass Top-Manager z.B. im Verlauf von Bieterverfahren die eigenen Aktien deshalb nicht verkaufen, weil sie sonst negative Signale an den Markt senden würden.

4.1.4 Akquisitionshäufigkeit

Auch die Akquisitionshäufigkeit hat sich zu einem bewährten Indikator für Hybris entwickelt. Grundlage ist der schon zuvor angesprochene „Self-Attribution Bias“ (Billet und Qian 2008; Doukas und Petmezas 2007). Er besagt, dass Individuen dazu neigen, positive Ereignisse dem eigenen Können zuzuschreiben. Dagegen werden negative Ereignisse eher durch Pech oder widrige Umstände erklärt (Kahnemann 2003; Kahnemann und Tversky 1979, 1986).

Billet und Qian (2005) untersuchen auf dieser Grundlage das Akquisitionsverhalten einzelner CEOs. Sie entwickeln die Hypothese, dass CEOs zur Selbstüberschätzung neigen, wenn sie zuvor schon in erfolgreichen Akquisitionsgeschäften tätig waren. Um diese These zu belegen, analysieren Billet und Qian (2005) Akquisitionen, indem sie die CEOs ihrer Stichprobe in „häufige Käufer“ und „seltene Käufer“ unterteilen. Falls sich Selbstüberschätzung entwickelt, müssten die frühen Akquisitionen von häufigen Käufern höhere Renditen aufweisen als späte Akquisitionen. Zusätzlich wird angenommen, dass erfolgreiche Erstkäufer verstärkt weitere Akquisitionen durchführen. Diese neigen dann aber dazu, Wert vernichtend zu sein. Diese Hypothese konnte bestätigt werden (Billet und Qian 2008). Führen Manager fünf oder mehr Akquisitionen innerhalb von drei Jahren durch, so wird Hybris konstatiert mit dem Ergebnis: „...“ we find that high-order acquisitions are associated with significantly lower wealth effects than lower order acquisitions. This suggests that managers tend to credit the initial success to their own ability and therefore become overconfident and engage in more deals.“ (Doukas und Petmezas 2007: 574). Auch Malmendier und Tate (2005a, 2008) ermitteln eine höhere Akquisitionsneigung von Managern, welche sie als mit Hybris befallen identifizieren. Diese verstärkt sich noch, wenn reichhaltige interne Mittel zur Finanzierung bereitstehen.

4.2 Qualitative Indikatoren

Die qualitativen Indikatoren werden aus Firmenpublikationen und Presseberichten abgeleitet. Die grundlegende Idee ist einfach: Firmenpublikationen werden häufig vom CEO autorisiert, so dass sie seine Selbstwahrnehmung widerspiegeln. Presseberichte zeigen wie eine Person von anderen wahrgenommen wird, zeigen also das Fremdbild.

4.2.1 Darstellung des CEOs in firmeneigenen Publikationen

Firmeneigene Publikationen wie Jahresberichte oder Pressemitteilungen sind eine gängige Form, um das Unternehmen nach außen darzustellen und Informationen über

besondere Ereignisse und aktuelle Entwicklungen zu kommunizieren. Die Adressaten sind Anteilseigner und andere Interessenten wie z.B. Analysten, deren Urteil einen wesentlichen Einfluss auf den Marktwert nehmen kann. Es wird deshalb angenommen, dass der CEO ein gesteigertes Interesse daran hat, öffentliche Mitteilungen genau zu prüfen und zu autorisieren (Chatterjee und Hambrick 2007). Die Darstellung des CEO in firmeneigenen Publikationen könne Rückschlüsse auf Hybris des CEOs zulassen.

4.2.1.1 Pressemitteilungen Die Grundannahme ist, dass sich Hybris des CEOs anhand der Gestaltung von Pressemitteilungen ermitteln lässt, da die Person gesteigerten Wert auf eine namentliche Erwähnung legt. Chatterjee und Hambrick (2007) zählen daher, wie oft der CEO mit Namen in allen Pressemitteilungen der Firma genannt wird und teilen diesen Wert durch die Gesamtanzahl der Worte in den Mitteilungen.

4.2.1.2 Jahresberichte CEOs können Einfluss auf die Art und Weise nehmen, wie sie im Jahresbericht dargestellt werden. Daher werden Fotos des CEOs in den jeweiligen Geschäftsberichten als Hybris-Indikator eingesetzt. Jedes Foto eines CEOs wird mit einer Punktzahl von 1 bis 4 bewertet. Die Bewertung unterscheidet sich nach Größe des Fotos und Anzahl der abgebildeten Personen. Anhand von Daten über CEOs der Computerindustrie zeigen Chatterjee und Hambrick (2007), dass tatsächlich eine hohe Ausprägung dieser Indikatoren mit einer höheren Zahl von Akquisitionen verknüpft ist.

4.2.2 Darstellung des CEOs in der Presse

Viele Studien verwenden als Indikator für Hybris die Art und Weise, wie der oder die jeweilige CEO in der Presse dargestellt wird (Brown und Sarma 2007; Hayward und Hambrick 1997; Malmendier und Tate 2003, 2005a, 2005b). Es wird argumentiert, dass die Medienberichterstattung einen wesentlichen Einfluss auf das Selbstbild eines Menschen ausübt. Wird eine Person nach außen als sehr erfolgreich dargestellt, so verstärkt dies die Neigung, die eigenen Fähigkeiten zu überschätzen. Dieses Maß wird in fast allen Studien zur Hybris bei M&A verwendet und kann daher ebenfalls als etablierter Indikator betrachtet werden, der allerdings in verschiedenen Ausprägungen auftaucht.

Anzahl der Berichte in Zeitungen und Zeitschriften Hayward und Hambrick (1997) werten amerikanische Tageszeitungen und Zeitschriften (z.B. Times, Wall Street Journal etc.) aus. Erfasst werden alle Berichte über eine Person, die maximal drei Jahre vor dem Akquisitionszeitpunkt erschienen sind. Die Berichte werden im Hinblick auf positive oder negative Aussagen über die entsprechende Person analysiert.

Beschreibung der CEOs Die Beschreibungen der CEOs in führenden Wirtschaftszeitschriften (z.B. Economist, Wall Street Journal) werden nach bestimmten Wörtern ausgezählt (z.B. „confident“ und „optimistic“ für Selbstüberschätzung sowie „conservative“ und „cautious“ für rationale Entscheider, vgl. Malmendier und Tate 2005a, 2008).

Indexbildung & Ranking Aus der Analyse der Medienberichte kann ein Index konstruiert werden (Brown und Sarma 2007), bestehend aus dem Verhältnis der Hybris suggerierenden Beschreibungen und der Anzahl gegenteiliger Beschreibungen. Die Werte werden dann in eine aufsteigende Reihenfolge gebracht, wobei hohe Werte auf Hybris hindeuten.

Pronomen Einen weiteren Unterfall der Analyse innerhalb der Medienberichterstattung bildet die Auswertung von Interviews, die mit dem CEO geführt worden sind. Dabei wird der Prozentsatz der Pronomen errechnet, mit dem der CEO sich selbst in der ersten Person Singular beschreibt. Ein hoher Prozentsatz deutet dann auf Hybris bzw. eine starke narzisstische Neigung des CEOs hin (Chatterjee und Hambrick 2007).

4.2.3 Nicht-monetäre Vergünstigungen & Privilegien

Als Beispiel für die Gewährung besonderer Privilegien, kann die private Nutzung eines Firmenjets durch den CEO betrachtet werden. Es wurde untersucht, ob eine solche zweckfremde Nutzung einen Einfluss auf den Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens hat (Yermack 2006). Die Analyse bietet zwei interessante Ergebnisse: Erstens entsteht – gemessen am Aktienkurs – ein signifikant negativer Effekt bei der erstmaligen Bekanntgabe, dass eine private Nutzung des Firmenjets gestattet ist. Zweitens liefern Firmen, die eine solche private Nutzung des Firmenjets erlauben, langfristig schlechtere Ergebnisse als der vergleichbare Marktindex ($\approx -4\%$).¹⁷

Die folgende Tab. 1 fasst die Ergebnisse der Hybris Studien der letzten Jahre zusammen.

5 Würdigung der Hybris-Indikatoren

Die einzelnen Indikatoren sind nicht unumstritten. So kann das Halten von Optionen neben Hybris (wie es dies Malmendier und Tate 2008 interpretieren) auch als Ausdruck für eine erwartete positive Gesamtentwicklung des Unternehmens angesehen werden. Ein weiteres wesentliches Problem ist der Datenzugang. Einige Analysen beruhen z.B. auf einem „unique dataset“¹⁸ (vgl. z.B. Malmendier und Tate 2005a: 652), deren Überprüfung nicht möglich ist.

Aber auch Indikatoren, die auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren (z.B. Presseberichte, Pressemitteilungen und Jahresberichte), sind nicht unumstritten: Darstellungen im Jahresabschluss sind manipulierbar, ebenso Pressemitteilungen. Das Zählen von Pronomen und namentlichen Nennungen von Personen ist anfällig für starke Zufallsschwankungen. So hat die Art der Fragestellung eines Journalisten Auswirkungen auf die Antwort, die ein CEO geben wird. Presseberichte können

¹⁷ Allerdings gibt es auch gegensätzliche Befunde: Firmen, die viele nicht-monetäre Zusatzleistungen gewähren, wirtschaften nicht schlechter als vergleichbare Firmen, die keine solchen Leistungen anbieten (Rajan und Wulf 2006). Allerdings konzentrieren Rajan und Wulf (2006) sich nicht auf die rein private Nutzung dieser Privilegien.

¹⁸ Als „unique dataset“ werden häufig Datensätze bezeichnet, die nur den Autoren eines Artikels zur Verfügung stehen und nicht allgemein zugänglich sind.

Tab. 1 Zusammenfassung aktueller Hybris-Studien

	Autor	Jahr	Ergebnis	Hybris Indikator	# Firmen	Ereignisfenster in Tagen
1	Berkovitch/Naryanan	1993	keine Evidenz für Hybris, bei pos. Gesamtgewinnen	Wertzuwachskorrelationen	330	-5/ + 5
2	Hayward, Mathew L. A./Hambrick, Donald C.	1997	Negative abnormale Renditen für Anteilseigner der kaufenden Firma; starke Evidenz für Hybris	kürzlicher Erfolg, Berichterstattung über den CEO, Verhältnis Gehalt des CEOs zum zweitbest bezahlten Mitarbeiter	106	-5/ + 5 und -30/ + 331
3	Gupta et al.	1997	Evidenz für Hybris, Agency, Synergie	Wertzuwachskorrelationen	138	-15/ + 15
4	Rau/Vermaelen	1998	Evidenz für Hybris („glamour firms“ haben tiefes Buch/Marktwertverhältnis und haben schlechte Ergebnisse 3 Jahre nach der Akquisition)	Buch-Marktwert-Verhältnis	971	verschiedene Fenster: Monate 1–12, 13–24, 25–36, 1–36
5	Seth, Anju/Song, Kean P./Pettit, Richardson	2000	Evidenz eher für Managerialism als für Hybris, im Durchschnitt machen Käufer keine Gewinne (CAR = 0)	Wertzuwachskorrelationen	100	-10/ + 10
6	Hietala, Pekka/Kaplan, Steven N./Robinson, David T.	2000	Evidenz für Hybris	direkte Berechnung	Case Study Paramount/ Viacom	–
7	Bernardo, Antonio E./Welch, Ivo	2001	Hybris besteht dauerhaft, da das dadurch ausgelöste Verhalten wichtige Informationen an andere Gruppen sendet	–		
8	Seth, Anju/Song, Kean P./Pettit, Richardson	2002	Evidenz für Synergie und Managerialism (risk reduction motive)	Wertzuwachskorrelationen basierend auf Seth, Song, Pettit (2000); Subsamples & Korrelationen	100	-10/ + 10

Tab. 1 (Fortgesetzt)

	Autor	Jahr	Ergebnis	Hybris Indikator	# Firmen	Ereignisfenster in Tagen
9	Gondhalekar/Baghwat	2003	keine CARs bei Akquisitionen, nach Finanzcrash 1987 jedoch stärkere Evidenz für Hybris und Agency	Wertzuwachskorrelationen	264	-5/ + 5
10	Mueller/Sirrower	2003	Evidenz für Agency oder Hybris als dominantes Akquisitionsmotiv	Wertzuwachskorrelationen	168	verschiedene Zeitfenster: -5/ + 5; -5/T (target ceases trading); Monate 0-12; Monate 0-24, Monate 0-36 -20/ + 5
11	Raj/Forsyth	2003	Evidenz für Hybris	Markt-Buchwert & Kurs-Gewinn Verhältnis & Akquisitionsprämie	22 Hybris Bieter/90 nicht Hybris Bieter	-
12	Moeller et al.	2004	Evidenz für Hybris nur bei sehr großen Firmen	Akquisitionsprämie	12023	-1/ + 1
13	Gervais, Simon/Heaton, J.B./Odean, Terrance	2005	Hybris steigert Firmenwert, da risikoreichere Projekte durchgeführt werden; damit ist der Unterschied zwischen Shareholder & Manager kleiner; somit ist auch das Moral Hazard Problem kleiner	Modelltheroretisch	Keine Ereignisstudie	-

Tab. 1 (Fortgesetzt)

Autor	Jahr	Ergebnis	Hybris Indikator	# Firmen	Ereignisfenster in Tagen
14 Ismail	2005	Evidenz für Synergie und Hybris	Wertzuwachskorrelationen	16221 deals	-2/ + 2
15 Billet, Matthew T./Qian, Yiming	2006	schlechte Ergebnisse, wenn häufig akquiriert wird	Evidenz für Hybris („higher order acquisitions“ bringen schlechtere Ergebnisse, Aktienkäufe der CEOs sind größer bei „higher order-deals“)	2213 (3795 deals)	-1/ + 1
16 Atkas, Nihat/de Bodt, Eric/, Roll, Richard	2006	Im Durchschnitt sinken die CARs je öfter akquiriert wird; aber wenn das Management Hybris befallen ist, steigen sie (Lerneffekt)	Konstruktion eines Hybris Index: je kleiner der Wert der ersten Akquisition, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass der CEO Hybris befallen ist	4677/2021	-5/ + 5
17 Ben-David, Itzhak/Graham, John R./Harvey, Campbell R.	2006	viele Ergebnisse, wichtig v.a.: kurzfristig ist Hybris abhängig von Firmenvariablen, z.B. positiv korreliert mit langfristigem Umsatzwachstum in der Vergangenheit und positiver Gesamteinschätzung der Konjunkturlage; langfristig korreliert Hybris nur mit positiver Einschätzung der Konjunkturlage	Kursvorhersagen von CFOs (Umfrage), Vergleich der Antworten mit S&P 500 realen Kursverläufen	–	
18 Chuang/Lee	2006	Evidenz für Hybris	Überreaktion auf private Infos, vergangener Erfolg	NYSE/AMEX firms	wöchentliche Berechnung
19 Doukas, John A./Petmezas, Dimitris	2007	geringere abnormale Renditen unter Hybris sowie schlechteres langfristiges Ergebnis	Hybris liegt vor, wenn oft akquiriert wird („higher order deals“ bei 5 oder mehr M&A in 3 Jahren und insider dealings)	1490 mehrfache Bieter/3844 einmalige Bieter	-2/ + 2

Tab. 1 (Fortgesetzt)

Autor	Jahr	Ergebnis	Hybris Indikator	# Firmen	Ereignisfenster in Tagen
20 Anderson/Marshall	2007	Evidenz für Synergie und Hybris	Wertzuwachskorrelationen und Risiko	119	-5/ + 5
21 Brown/Sarma	2007	starke Signifikanz für Hybris und Dominanz	Presseberichte; Dominanzindikator (CEOLOHN/Bilanzsumme)	65	Kein Ereignisfenster
22 Chatterjee/Hambrick	2007	Evidenz für Hybris (Narzissmus steigert Anzahl und Größe der Akquisitionen)	Fotos, Pressemitteilungen, Gehaltsschere, Pronomen	111 CEOs	Analyse über 3 Jahre (Anzahl M&A, ROA, TSR)
23 Hodgkinson, Lynn/Partington, Graham	2008	Evidenz für Hybris und Synergy, kaum für Agency Motiv	Wertzuwachskorrelation		
24 Malmendier/Tate	2008	negative CARs bei Akquisitionen unter Hybris, Hybris-befallene Manager akquirieren häufiger und i. d. R. mit geringerem Erfolg	Selbstüberschätzung liegt vor wenn Optionen der eigenen Unternehmung gehalten werden; Maße: „Holder 67“: Optionen müssen zu 67 % „in the money sein“ im 5. Jahr der Option; ist dies der Fall hätten sie bereits ausgeübt werden müssen; „Longholder“: Optionen werden mind. einmal bis zum letzten Jahr vor Verfall der Option gehalten; „NetBuyer“: Mehr Aktien des eigenen Unternehmens gekauft als verkauft (in 5 Jahren)	477	+1/ - 1

durch die subjektive Meinung des Journalisten geprägt sein (Doukas und Petmezas 2007).

Indikatoren, die auf der Korrelation von Gewinnen zwischen dem Ziel- und Käuferunternehmen sowie auf der Akquisitionshäufigkeit beruhen, werden oft als die aussagekräftigsten bezeichnet, weil sie repliziert und mit anderen Unternehmen verglichen werden können. Außerdem sind sie in der Lage, einigermaßen gut zwischen der Hybris und den Eigennutzmotiven zu unterscheiden. Jedoch gibt es auch hier Einwände, insbesondere gegen den Indikator „Akquisitionshäufigkeit“.

Zum Ersten könnte argumentiert werden, dass eine erhöhte Akquisitionstätigkeit durch einen starken Wachstumsdruck innerhalb einer Branche ausgelöst wird und daher kein geeigneter Indikator für Hybris ist. Es gibt allerdings fast keine Untersuchung zur Hybris in Akquisitionen, die sich auf nur eine Branche beschränkt. Bei ausreichend großen Stichproben sollten diejenigen Branchen, in denen Wachstumsdruck herrscht, das Ergebnis nicht zu stark verzerren.

Zum Zweiten könnte angenommen werden, dass mit einer erhöhten Zahl von Akquisitionen ein Lerneffekt bei den ausführenden Personen einsetzt, der bei späteren Akquisitionen bessere Ergebnisse erwarten lässt. Allerdings konnten verschiedene Studien zeigen, dass sich eine Hybris insbesondere dann entwickelt, wenn häufig akquiriert und die frühen Akquisitionen sehr erfolgreich sind (z.B. Billet und Qian 2008; Doukas und Petmezas 2007).

Problematisch sind auch Indikatoren, die auf der Untersuchung nicht-monetärer Vergünstigungen und Privilegien beruhen (z.B. Rajan und Wulf 2006; Yermack 2006). Solche Indikatoren sind zwar grundsätzlich zur Erfassung der Hybris geeignet, können aber nicht zwischen den unterschiedlichen Erklärungen für Akquisitionen diskriminieren. Für den Einsatz dieser Indikatoren spricht, dass sie auch die Selbstherrlichkeit des CEOs widerspiegeln können (Liu und Yermack 2007). Sinnvoll wäre es, Indikatoren zu entwickeln, die eine Hybris auch in Klein- und Mittelstandsumfeldern abbilden können, um diese Thesen zu überprüfen. Aktienoptionen, Firmenjets und das Medienecho sind in diesem Umfeld kaum als Indikatoren geeignet. Die Hybris-Literatur fokussiert stark auf die Großunternehmen. Die Entwicklung weiterer Indikatoren zur Erfassung der Hybris ist ein noch offenes Forschungsfeld.

Schließlich ist auch die Ausgangshypothese der Hybrisforschung kritisch zu hinterfragen: Die Akquisitionsentscheidung wird als Entscheidung einer Einzelperson, des CEOs, konzeptualisiert (Hayward und Hambrick 1997). Diese Annahme ist aus zwei Gründen nicht unproblematisch: Erstens zeigt die Praxis in Unternehmen, dass üblicherweise in Akquisitionsprojekten eine ganze Reihe von Beratungsgremien engagiert sind, z.B. externe Unternehmensberater oder die die Transaktion begleitende Bank. Es ist überdies strittig, ob von diesen externen Personen eine positive Wirkung ausgeht (Armstrong und Brodie 1994; Kieser 1997, 2002; Mohe und Seidl 2008). Empirisch bestätigt wird diese Kritik durch Befunde, welche keine positiven Wertschöpfungseffekte von Beratungsaktivitäten in M&A Projekten aufzeigen (z.B. Hunter und Jagtiani 2003; Lowinski et al. 2004). Dies wurde insbesondere mit Bezug zur Bauindustrie festgestellt (Geßner und Renze-Westendorf 2007).

Zweitens verstößt der Gedanke gegen die Grundannahmen der verhaltenswissenschaftlichen Entscheidungstheorie, die explizit auf Koalitionen der Teilnehmer

abstellt und Entscheidungen als Produkt dieser Koalitionen ansieht (Berger und Bernhard-Mehlich 2002; March 1962). Organisationen werden als „Koalitionen von Individuen“ verstanden. Die meisten Individuen verfolgen aber neben gemeinsamen auch persönliche Interessen. Das Individuum mit dem größten Einfluss wird die stärkste Koalition um sich versammeln können und seine bevorzugte Entscheidungsalternative durchsetzen (Eisenhardt und Zbaracki 1992). Wenn Akquisitionentscheidungen nicht Entscheidungen von Einzelpersonen darstellen, dann sind die hier vorgestellten personenbezogenen Indikatoren kaum zur Erfassung der Hybris geeignet (z.B. Presseberichte und Fotos). Wertzuwachskorrelationen und Indikatoren aus dem Rechnungswesen werden von dieser Kritik allerdings nicht erfasst.

Trotz aller Kritik an den Hybris-Indikatoren ist festzustellen: Gleichgültig, mit welcher Methode in den vorgestellten Studien Hybris identifiziert wird, eine hohe Ausprägung der Hybris-Indikatoren geht in den empirischen Befunden immer mit Misserfolg bei Akquisitionen einher.

6 Zukünftige Forschungsfelder

Es gibt zahlreiche offene Fragen im Bereich der Hybris-Forschung. Zum *ersten* gibt es theoretische Defizite. Weil es schwierig ist, empirisch treffsicher zwischen Akquisitionen aufgrund von Eigennutz oder Hybris zu unterscheiden (welche beide zu Wertverlusten führen) müssen die eingesetzten Indikatoren auf theoretischer Ebene stärker mit der Erklärung der Entstehung von Hybris verknüpft werden. Dies gilt auch für die Indikatoren zur Identifikation von Hybris. Sie erlangen ihre Glaubwürdigkeit in erster Linie durch die signifikant negativen Korrelationen mit den M&A Erfolgsgrößen.

Zum *zweiten* bleibt viel Raum für Forschung nach weiteren Indikatoren für Hybris. Insbesondere wären mehr Hybrisindikatoren nötig, die schwer manipulierbar und einfach replizierbar sind. Festzuhalten ist, dass Wertzuwachskorrelationen die aussagekräftigsten Indikatoren sind, da sie zwei Vorteile vereinen: sie sind replizierbar und können gut zwischen der Hybris- und Eigennutzerklärung für Akquisitionen unterscheiden.

Zum *dritten* gibt es kaum Erkenntnisse in Bezug auf die Frage, wie die Hybris eingeschränkt werden kann. Ein Ansatzpunkt ist es, Vorsichtsmaßnahmen zu ergreifen, um sich von der Dynamik des Bieterwettbewerbs nicht mitreißen zu lassen (Markelevich 2003). Weitere Vorschläge lassen sich aus den Ergebnissen der Forschung zum Gruppendenken ableiten (Janis 1982). Es geht insbesondere um Maßnahmen, die geeignet sind, die Kontrollillusion der Entscheidungsträger¹⁹ einzudämmen. Diskutiert wird hier der Einsatz von Feedback, das Erzeugen von Meinungsvielfalt sowie die Zusammensetzung des Aufsichtsgremiums.

- *Regelmäßiges Feedback*: Kritische Diskussionen und intensives Feedback können wesentlich zur Hybris-Prävention beitragen. Ein autoritärer Führungsstil dagegen hat negative Konsequenzen. Zusätzlich kann die Ernennung eines „advocatus diaboli“ sinnvoll sein.

¹⁹Eine kurze Zusammenfassung der einschlägigen Literatur findet sich bei Doukas und Petmezas (2007).

- *Meinungsvielfalt*: Um die negativen Konsequenzen der Kontrollillusion zu verringern und falsche Schätzungen von Umsätzen, Cashflows und anderen Kennzahlen zu vermeiden, wird ein Rückgriff auf Schätzungen Dritter empfohlen (Zayer und Hirsch 2006), z.B. durch das Hinzuziehen von Unternehmensberatungen oder Banken. Angenommen wird, dass diese nicht oder nur in geringen Maße einer Kontrollillusion unterlägen.
- *Zusammensetzung des Aufsichtsgremiums*: Ein entscheidender Faktor zur Eindämmung der Hybris wird in einem starken Aufsichtsrat gesehen. Diese recht allgemeine Empfehlung wird von Autoren präzisiert, welche auf die Zusammensetzung des Aufsichts- oder Verwaltungsrats eingehen. Sie argumentieren, dass ein höherer Anteil von unternehmensfremden Personen zu einer besseren Kontrolle des CEOs führt (Hayward und Hambrick 1997; Brown und Sarma 2007). Ein positiver Effekt wird auch in Bezug auf Diversität in der Ausbildung der Mitglieder des Aufsichtsgremiums gesehen (Rost und Osterloh 2008).

Zum *vierten* besteht Forschungsbedarf hinsichtlich moderierender Faktoren von Hybris, wie z.B. häufiges Feedback, Meinungsvielfalt, Zusammensetzung des Kontrollgremiums.²⁰ Die Hybris-Forschung fokussiert überwiegend auf direkte Wirkungsketten. Moderierende Faktoren könnten auch daraufhin untersucht werden, inwieweit sie zu einer Vermeidung von Hybris beitragen können. So gibt es Anhaltspunkte für die These, dass eine erhöhte Diversität in Top Management Teams Hybris unterbindet. Verschiedene Studien zeigen, dass insbesondere kognitive Diversität (d.h. z.B. Diversität in Ausbildung und Funktion) die Entscheidungsqualität in schwierigen Situationen erhöht (zusammenfassend van Knippenberg et al. 2004; Rost und Osterloh 2009). Ein solcher Ansatz würde eine Anbindung der Hybris-Forschung an die Upper Echelon-Forschung möglich machen (Hambrick und Mason 1984; Hambrick 2007).

Zum *fünften* gibt es noch kaum Untersuchungen zu einer möglichen positiven Wirkung von Hybris: Ein hohes Selbstvertrauen und die Überschätzung der eigenen Fähigkeiten werden mitunter als notwendige Voraussetzung für erfolgreiche Unternehmer gesehen (Bernardo und Welch 2001). Hohes Selbstvertrauen erhöht die Risikoneigung der Manager und gleicht die unterschiedliche Risikoneigung von Eignern und Managern an (Goel und Thakor 2000: 29).²¹ Darüber hinaus kann Hybris dazu führen, dass Gründer explorativ neue Lösungen suchen. So räumen Hayward et al. (2006: 170) ein: „(...) we expect that overconfidence might help founders to attract greater resources (...)“. Daher stellt sich die Frage inwieweit aus Sicht der Anteilseigner oder des Aufsichtsrates die positiven Effekte der Hybris im Rahmen von Akquisitionsgeschäften genutzt werden könnten.

Zum *sechsten* sind KMUs ein mögliches Anwendungsfeld der Hybris-Forschung. Die derzeit eingesetzten Indikatoren eignen sich nicht zur Untersuchung von Hybris in KMUs. Die Entwicklung von Indikatoren zur Analyse von KMUs hätte zwei

²⁰Eine Ausnahme sind Hayward und Hambrick (1997), die die Intensität betrachten, in der Verwaltungsräte ihre Kontrollfunktion ausüben.

²¹Dies gilt im Modell Goel und Thakor (2000) allerdings nur, solange der entsprechende Manager nicht als Hybris-befallen identifiziert wird. Allerdings ist es möglich, dass dies nur für Fälle wie Neuproduktentwicklungen und nicht für Akquisitionen gilt (Malmendier und Tate 2003).

Vorteile: Erstens ließe sich die Datengrundlage erweitern. Zweitens wäre im KMU-Umfeld die Annahme weniger problematisch, dass Akquisitionsentscheidungen von Einzelpersonen getroffen werden. In KMUs spielt der Eigentümer meist eine stärkere Rolle als in Publikums-Aktiengesellschaften.

7 Fazit

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Hybris des Managements eine wichtige Rolle bei Fusionen und Übernahmen spielt. Trotz der manchmal ungewöhnlichen Konstruktion einiger Indikatoren wird in vielen Studien ein negativer Einfluss von solchermaßen indizierter Hybris auf den Unternehmenserfolg nachgewiesen (Billet und Qian 2008; Brown und Sarma 2007; Doukas und Petmezas 2007; Hietala et al. 2000; Malmendier und Tate 2005b; Markelevich 2003; Morck et al. 1990; Raj und Forsyth 2003; Seth et al. 2000).

Obwohl die Hybris-Forschung noch ein vergleichsweise neues Feld im Bereich der psychologischen bzw. verhaltenswissenschaftlichen Ökonomik darstellt, hat sie bereits einen erheblichen Beitrag zu Erforschung des tatsächlichen Entscheidungsverhaltens in Unternehmen geleistet.

Literatur

- Anderson HD, Marshall BR (2007) Takeover motives in a weak regulatory environment surrounding a market shock: a case study of New Zealand with a comparison of Gondhalekar and Bhagwat's (2003) US findings. *Rev Quant Financ Account* 29(1):53–67
- Ansoff I (1965) *Corporate strategy*. McGraw-Hill, New Dehli
- Ariely D (2008) Denken hilft zwar, nützt aber nichts. Droemer, München
- Armstrong JS, Brodie RJ (1994) Effects of portfolio planning methods on decision making: experimental results. *Int J Res Mark* 11(1):73–84
- Baker M, Ruback RS, Wurgler J (2007) Behavioral corporate finance: a survey. In: Eckbo E (ed) *The handbook of corporate finance: empirical corporate finance*. Elsevier/North Holland, New York
- Bebchuk LA, Fried JM (2004) Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation. Harvard University Press, Cambridge
- Bebchuk LA, Grinstein Y (2005) The growth of executive pay. *Oxf Rev Econ Policy* 21(2):283–303
- Berger U, Bernhard-Mehlich I (2002) Die Verhaltenswissenschaftliche Entscheidungstheorie. In: Kieser A (Hrsg) *Organisationstheorien*, Bd 5. Kohlhammer, Stuttgart, S 133–168
- Berkovitch E, Narayanan MP (1993) Motives for takeovers: an empirical investigation. *J Financ Quant Anal* 28(3):347–362
- Bernardo AE, Welch I (2001) On the evolution of overconfidence and entrepreneurs. *J Econ Manage Strategy* 10(3):301–330
- Billet MT, Qian Y (2005) Are overconfident managers born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. Working Paper, University of Iowa
- Billet MT, Qian Y (2008) Are overconfident managers born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Manage Sci* 54(6):1037–1051
- Bliss RT, Rosen RJ (2001) CEO compensation and bankmergers. *J Financ Econ* 61(1):107–138
- Block J, Funder DC (1986) Social roles and social perception: individual differences in attribution and "error". *J Pers Soc Psychol* 51(6):1200–1207
- Brown R, Sarma N (2007) CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *J Econ Bus* 59(5):358–379
- Chatterjee A, Hambrick DC (2007) It's all about me: narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Adm Sci Q* 52(3):352–386

- Canyon MJ, Clegg P (1994) Pay at the top: a study of the sensitivity of top director remuneration to company specific shocks. *Nat Inst Econ Rev* 149(1):83–92
- Doukas JA, Petmezas D (2007) Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *Eur Financ Manag* 13(3):531–577
- Eisenhardt KM, Zbaracki MJ (1992) Strategic decision making. *Strateg Manage J* 13:17–37 (Special Issue: Fundamental Themes in Strategy Process Research)
- Fama EF (1998) Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *J Financ Econ* 49(3):283–306
- Fama EF, French KR (1992) The cross-section of expected returns. *J Financ* 47(2):427–465
- Fama EF, French KR (1995) Size and book-to-market factors in earnings and returns. *J Financ* 50(1):131–155
- Fremdwörterbuch (1990) Hybris. Duden, Mannheim/Wien/Zürich, S 321
- Frey BS, Benz M (2002) Ökonomie und Psychologie: eine Übersicht. IEW Working Paper No 92, University of Zurich, Zurich
- Geßner C, Renze-Westendorf M (2007) M&A advisers. In: Sigl-Grüb C, Schiereck D, Voigt C (Hrsg) M&A in the European construction industry. SMG Publishing/Verlag Wissenschaft & Praxis, Sternefelds, S 217–250
- Goel AM, Thakor AV (2000) Rationality, overconfidence and leadership. Michigan Business School Working Paper
- Gondhalekar V, Bhagwat Y (2003) Motives in the acquisitions of NASDAQ targets during the aftermath of the 1987 crash. *Financ Rev* 38(4):553–569
- Gould M, Campbell A (1998) Desperately seeking synergy. *Harv Bus Rev* 76(5):130–143
- Gupta A, LeCompte RLB, Misra L (1997) Acquisitions of solvent thrifts: wealth effects and managerial motivations. *J Bank Financ* 21(10):1431–1450
- Hambrick DC (2007) Upper echelons theory: an update. *Acad Manage Rev* 32(2):334–343
- Hambrick DC, Mason PA (1984) Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *Acad Manage Rev* 9(2):193–206
- Hayward MLA, Hambrick DC (1997) Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris. *Adm Sci Q* 42(1):103–127
- Hayward MLA, Shepherd DA, Griffin D (2006) A Hubris theory of entrepreneurship. *Manage Sci* 52(2):160–172
- Hietala P, Kaplan SN, Robinson DT (2000) What is the price of Hubris? Using takeover battles to infer overpayments and synergies. Working Paper
- Hirshleifer D (2001) Investor psychology and asset pricing. *J Finance* 56(4):1533–1597
- Hunter WC, Jagtiani J (2003) An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions. *Rev Financ Econ* 12(1):65–81
- Iversen M (2000) Synergies and sustainable competitive advantage. CBS Open Archive, Copenhagen, available at: <http://hdl.handle.net/10398/7236>
- Janis IL (1982) Groupthink: psychological studies of policy decisions and fiascoes. Houghton Mifflin, Boston
- Jansen S (2001) Pre- und Post-Merger Integration bei grenzüberschreitenden Zusammenschlüssen- Trends, Tools, Thesen und empirische Tests von Old und New Economy Deals. In: Jansen S (Hrsg) Internationales Fusionsmanagement. Schäffer-Poesche, Stuttgart
- Jansen SA (2004) Management von Unternehmenszusammenschlüssen: Theorien, Thesen, Tests und Tools. Klett-Cotta, Stuttgart
- Jensen MC (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am Econ Rev* 76(2):323–329
- Kahneman D, Tversky A (1996) On the reality of cognitive illusions. *Psychol Rev* 103(3):582–591
- Kahnemann D (2003) A psychological perspective on economics. *Am Econ Rev* 93:162–168
- Kahnemann D, Tversky A (1979) Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica* 47:263–291
- Kahnemann D, Tversky A (1986) Rational choice and the framing of decisions. *J Bus* 59:251–278
- Kieser A (1997) Rhetoric and myth in management fashion. *Organization* 4(1):49–74
- Kieser A (2002) On communication barriers between management science, consultancies and business organizations. In: Clark T, Fincham R (Hrsg) Critical consulting: new perspectives on the management advice industry. Blackwell, Malden
- Kitching J (1974) Winning and losing with European acquisitions. *Harv Bus Rev* 52(2):124–136
- Knippenberg D van, De Dreu CKW, Homan AC (2004) Work group diversity and group performance: an integrative model and research agenda. *J Appl Psychol* 89(6):1008–1022

- Kräkel M (2002) Synergien. In: Küpper H-U, Wagenhofer A (Hrsg) Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling: 1910–1918. Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Kroll MJ, Toombs LA, Wright P (2000) Napoleon's tragic march home from Moscow: lessons in hubris. *Acad Manage Execut* 14(1):117–128
- Lakonishok J, Shleifer A, Vishny RW (1994) Contrarian investment, extrapolation and risk. *J Financ* 49(5):1541–1578
- Langer EJ, Roth J (1975) Heads I win, tails it's chance: the illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *J Pers Soc Psychol* 32(6):951–955
- Larrick RP, Burson KA, Soll JB (2007) Social comparison and confidence: when thinking you're better than average predicts overconfidence (and when it does not). *Org Behav Hum Decis Process* 102(1):76–94
- Lin B-X, Michayluk D, Oppenheimer HR, Reid SF (2008) Hubris amongst Japanese bidders. *Pac Basin Financ J* 16(1/2):121–159
- Liu C, Yermack D (2007) Where are the shareholders' mansions? CEOs' home purchases, stock sales, and subsequent company performance. Working Paper, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970413>
- Lowinski F, Schiereck D, Thomas TW (2004) The effect of cross-border acquisitions on shareholder wealth—evidence from Switzerland. *Rev Quant Financ Account* 22(4):315–330
- Malmendier U, Tate G (2003) Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. NBER Working Paper 10813
- Malmendier U, Tate G (2005a) CEO overconfidence and corporate investment. *J Financ* 60(6):2661–2700
- Malmendier U, Tate G (2005b) Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence revisited. *Eur Financ Manage* 11(5):649–659
- Malmendier U, Tate G (2008) Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *J Financ Econ* 89(1):20–43
- March JG (1962) The business firm as a political coalition. *J Polit* 24(4):662–678
- Markelevich A (2003) Examining the performance of corporate acquisitions based on the motive for acquisition. Long Island University Working Paper
- Milgrom PR, Roberts J (1992) Economics, organization and management. Prentice-Hall, New Jersey
- Mohe M, Seidl D (2008) Wieso scheitern Beratungsprojekte? Eine kritische Analyse. *WiSt* 37(8) 419–424
- Moore DA, Healy PJ (2008) The trouble with overconfidence. *Psychol Rev* 115(2):502–517
- Morck R, Shleifer A, Vishny RW (1990) Do managerial objectives drive bad acquisitions? *J Financ* 45(1):31–48
- Morf CC, Rhodewalt F (2001) Unraveling the paradoxes of narcissism: a dynamic self-regulatory processing model. *Psychol Inq* 12(4):177–196
- Mueller DC, Sirower M (2003) The causes of mergers: tests based on the gains to acquiring firms' shareholders and the size of premia. *Manage Decis Econ* 24:373–391
- Müller M (1998) Fusionen und Übernahmen aus historischer Sicht. In: Siegwart H, Neugebauer G (Hrsg) Mega Fusionen: Analysen, Kontroversen, Perspektiven. Haupt, Bern/Stuttgart/Wien
- Müller-Stewens G, Lechner C (2003) Strategisches Management – Wie strategische Initiativen zum Wandel führen? Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Osterloh M (2006) Psychologische Ökonomik: Integration statt Konfrontation – Die Bedeutung der psychologischen Ökonomik für die BWL. *ZfBF (Sonderheft)* 56:82–111
- Osterloh M (2009) Was hat die Finanzmarktkrise mit Hochschul-Rankings zu tun? *ZfO* 78(4):231–232
- Raj M, Forsyth M (2003) Hubris amongst UK bidders and losses to shareholders. *Int J Bus* 8(1):1–16
- Rajan RG, Wulf J (2006) Are perks purely managerial excess? *J Financ Econ* 79(1):1–33
- Rau RP, Vermaelen T (1998) Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *J Financ Econ* 49:223–253
- Roll R (1986) The hubris hypothesis of corporate takeovers. *J Bus* 59(2):197–216
- Rost K, Osterloh M (2008) You pay a fee for st(w)rong beliefs: homogeneity as a driver of herding & corporate governance failure. Working Paper, University Zürich
- Russo EJ, Shoemaker PJH (1990) Decision traps. Simon & Schuster Inc., New York/London/Toronto/Sydney/Tokyo/Singapore
- Russo EJ, Shoemaker PJH (1992) Managing overconfidence. *Sloan Manage Rev* 33(2):7–17
- Schoenberg R (2006) Measuring performance of corporate acquisitions: an empirical comparison of alternative metrics. *Br J Manage* 17(4):361–370
- Seth A (1990) Value creation in acquisitions: a re-examination of performance issues. *Strateg Manage J* 11(2):99–115

- Seth A, Song KP, Pettit R (2000) Synergy, managerialism or Hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *J Int Bus Stud* 31(3):387–405
- Seth A, Song KP, Pettit RR (2002) Value creation and destruction in cross border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strateg Manage J* 23(10):921–940
- Shiller RJ (2003) From efficient markets theory to behavioral finance. *J Econ Persp* 17(1):83–104
- Shleifer A (2000) *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*. Oxford University Press, Oxford
- Simon HA (1985) Human nature in politics—the dialog of psychology with political science. *Am Polit Sci Rev* 79(2):293–304
- Spremann K (2002) *Finanzanalyse und Unternehmensbewertung*. Oldenbourg, München/Wien
- Stracca L (2004) Behavioral finance and asset prices: where do we stand? *J Econ Psychol* 25(3):373–405
- Svenson O (1981) Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychol* 47(2):143–151
- Trautwein F (1990) Merger motives and merger prescriptions. *Strat Manage J* 11(4):283–295
- Tschöke K, Klemen B (2010) M&A Zyklus – Warten auf den Aufschwung. *M&A Review*, Download Deal Statistiken weltweit http://www.ma-online.de/mar/dateien/Column_Int_2009_Q4.pdf, Download vom 22.04.2010
- Tversky A, Kahneman D (1974) Judgement under uncertainty: heuristics and biases. *Science* 185(4157):1124–1131
- Weston FJ, Chung KS, Hoag SE (1990) *Mergers, restructuring and corporate control*. Prentice-Hall, New York
- Yates JF, Lee J-W, Shinotsuka H (1996) Beliefs about overconfidence, including its cross-national variation. *Org Behav Hum Decis Process* 65:138–147
- Yates JF, Lee J-W, Bush JG (1997) General knowledge overconfidence: cross national variations, response style, and “reality”. *Org Behav Hum Decis Process* 70(2):87–94
- Yermack D (2006) Flights of fancy: corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns. *J Financ Econ* 80(1):211–242
- Zayer E, Hirsch B (2006) Fehlentscheidungen bei Investitionsprojekten: Fehlerquellen und Gegenmaßnahmen. *Controlling* 12:647–657